

Documento No. 1

ESTRUCTURA FINANCIERA Y

EXPERIENCIA CAMBIARIA:

México 1954-1977

Por

G. Ortíz y L. Solís

Trabajo presentado en el Seminario organizado por la Fundación Ford, el Banco Central de Barbados y la Universidad de Princeton, Developing de Countries and the International Financial System. Barbados, Enero 12-15, 1978.

Las ideas contenidas en el presente ensayo son responsabilidad exclusiva de los autores y no reflejan la posición del Banco de México.

ESTRUCTURA FINANCIERA Y
EXPERIENCIA CAMBIARIA:
México 1954-1977

Por

G. Ortíz y L. Solís *

Introducción.

Para muchos economistas y académicos interesados en el desarrollo económico, el sistema financiero mexicano contribuyó de manera muy importante al período de crecimiento económico y estabilidad del país durante los años sesentas. Paradójicamente, el sistema financiero también jugó un papel predominante durante el reciente período de inestabilidad, que culminó en una de las peores crisis experimentadas por la economía mexicana en la últimas décadas.

En la primera parte de este trabajo se examina brevemente el período de “desarrollo estabilizador”, y la combinación de políticas monetarias y cambiaria que propició el auge de la intermediación financiera durante los años sesentas. Durante esta década, inspirados en el trabajo de Gurley y Shaw, se publicaron varios estudios sobre el sistema financiero mexicano analizando el desarrollo institucional que condujo a la transición de un sistema financiero primitivo a uno moderno y sofisticado en unas cuantas décadas^{1/}. Durante la Revolución de 1910-1917, aún el rudimentario sistema financiero que existía anteriormente fue desmantelado casi en su totalidad. Pese a que el Banco Central fue establecido en 1925, no fue sino hasta mediados de la década de los treinta cuando logró establecer un control efectivo sobre la regulación del sistema bancario.

El Banco de México afrontó dos problemas difíciles en su función operativa como banco central. Uno fue la desconfianza que el público tenía de las instituciones financieras en general, debido a las malas experiencias del pasado. El segundo consistía en la ausencia de un sistema financiero o un mercado de capitales de consideración. Lógicamente, la combinación de estos dos factores redujo la

* Banco de México. Los autores agradecen la ayuda de Donaciano Quintero y los comentarios de Pedro Aspe, William Branson y Ronald McKinnon.

^{1/} Entre estos, los trabajos de C.W. Anderson (1968), R. L. Benett (1965), D. Brothers y L. Solís (1966), R. Goldsmith (1968), J. Koehler (1968), y E. O. Moore (1963) son dignos de atención.

influencia del banco central sobre la actividad económica a un papel poco importante. A diferencia de la experiencia monetaria de las nacionales occidentales industrializadas, en donde el banco central surgió para coordinar un sistema ya establecido, e este caso, el Banco de México fue una de las primeras instituciones^{1/}. La función del gobierno fue no sólo coordinar y controlar el sector financiero a través del banco central, sino también la de participar en la formación misma del sistema. La historia financiera de México es entonces muy reciente, y el período de consolidación de los años sesentas reviste particular importancia.

También revisamos el comportamiento de la economía de 1971 a la devaluación de 1976, y después examinamos el breve período de tipo de cambio flotante. Está por hacerse todavía un estudio más minucioso de la devaluación, porque nuestro análisis de este período es meramente exploratorio.

La segunda parte del trabajo trata la cuestión de la consistencia entre las políticas monetaria y cambiaria en el momento presente, y las alternativas que probablemente afrontará el país en los próximos años. El diseño de la política cambiaria apropiada es uno de los problemas cruciales que afectará, sin duda, el nuevo patrón de desarrollo económico caracterizado por un relajamiento de la restricción de divisas debido al flujo de ingresos del petróleo que se prevé.

I. Los Antecedentes.

Después de la Segunda Guerra Mundial, tras un breve período de tipos de cambio flotante, México fijó la paridad de su moneda con respecto al dólar. Posteriormente, el peso se devaluó en dos ocasiones, y en 1954 se fijó a 12.50 pesos por un dólar. Esta paridad se mantuvo por más de veintidós años.

El 31 de agosto de 1976, el Secretario de Hacienda anunció el abandono de la paridad fija y la libre flotación del peso. En pocos días, el tipo de cambio alcanzó niveles de alrededor de 20.5 pesos por dólar. Dos semanas más tarde, el peso se fijó a una tasa temporal de 19.70-19.90, lo que representó una devaluación de 39 por ciento (en términos de dólares). La nueva paridad duró poco. Después de sólo cinco semanas con esta tasa tentativa, el gobierno decidió volver a dejar flotar el peso. Esta vez

^{1/} En 1815, operaban 208 bancos en los E.U. Más de un siglo después, en 1925, operaban aproximadamente 50 “establecimientos financieros” en México. Esto incluía a las filiales del recientemente creado Banco de México y de otros bancos comerciales.

fue el Director del Banco de México quien anunció que se dejaría flotar el peso dentro de una banda más amplia. Durante la tercera semana de noviembre, el Banco Central suspendió las operaciones de divisas de los bancos comerciales, aunque dos días después permitió que las casas de bolsa establecieran un mercado cambiario. El peso flotó entre 26.50-27.50 por dólar a la venta y 24.00-24.50 a la compra. Desde entonces, especialmente después de la sucesión presidencial en diciembre de 1976, el peso se ha recuperado con respecto al dólar, y al mes de diciembre de 1977 flotaba a un nivel promedio de alrededor de 22.75 pesos por un dólar.

1. Tipo de Cambio Fijo.

1.1 Desarrollo Estabilizador: 1954-1970.

Durante este período se siguió una política monetaria y cambiaria consistente, cuyo eje era el tipo de cambio fijo; el rápido crecimiento económico (6.5% anual en promedio) y las bajas tasas de inflación registradas, fueron los elementos que promovieron el desarrollo económico. El patrón de crecimiento fue muy diferente al de la década anterior. El crecimiento de la producción agrícola, que había sido un elemento dinámico desde los años cuarenta, fue disminuyendo gradualmente hasta llegar aun 3.4% en 1970, mantenido difícilmente el ritmo del crecimiento demográfico. Por otro lado, las manufacturas crecieron a una tasa anual superior al 8%. Estas, junto con el turismo, reemplazaron gradualmente a las exportaciones agrícolas como las principales actividades generadoras de divisas y, al mismo tiempo, el gobierno empezó a recurrir más al crédito externo para cubrir su déficit presupuestal.

En ausencia de un mercado de dinero y capitales desarrollado, el crédito otorgado por el sistema bancario ha sido la principal fuente externa de recursos para la mayoría de las empresas. Asimismo, la falta de un mercado de valores gubernamentales, ha determinado que sean los factores financiero y externo quienes financian el déficit presupuestal. Es por ello que la relación institucional entre ambos sectores, deberá tomarse muy en cuenta al examinar el papel desempeñado por el tipo de cambio fijo en la estrategia general de política seguida durante ese período.

Las dificultades que enfrentaban las empresas privadas y el sector público para financiar su estructura de pasivos a través de la venta de acciones —o la emisión de deuda directa—, significa que los ajustes de cartera del sector financiero, en respuesta a las cambiantes condiciones externas o internas,

tuvieran un impacto de primer orden en las posiciones del gobierno y de las empresas. La estabilidad y el crecimiento del sistema financiero se convirtieron en prerequisites para el crecimiento y la estabilidad en el resto de la economía. A su vez, la actividad financiera misma dependió en gran medida de las expectativas sobre los movimientos futuros del tipo de cambio.

La evolución del sistema financiero fue espectacular. Los activos totales de las instituciones integrantes del sistema aumentaron de menos de una cuarta parte del PIB en 1955, a más de la mitad en 1970, la tasa de crecimiento del crédito otorgado por el sector financiero fue la más alta observada hasta entonces (más del doble de la producción real en promedio)^{1/}. La estructura de pasivos de las instituciones financieras también mostró un patrón diferente del que se había observado previamente, ya que la importancia relativa de los pasivos monetarios declinó constantemente durante el período^{1/}. La proporción de los pasivos en moneda extranjera permaneció bastante estable, en tanto que los pasivos no monetarios del sistema bancario reemplazaron a los monetarios como principal fuente de recursos del sector financiero.

La transición del período inflacionario de los años cuarenta y principios de los años cincuenta a la etapa de “desarrollo estabilizador” fue rápida y uniforme. Una política de estabilización típicamente ortodoxa de lineamientos monetarios (posiblemente en la forma de un paquete del FMI) requeriría primero un ajuste cambiario de la moneda del país; un segundo lugar una fuerte reducción en la tasa de expansión monetaria; y en tercero, un programa de austeridad en el gasto público.

Al revisar la experiencia mexicana, parece ser que solamente se dio la primera parte de la “secuencia de estabilización”. En 1954, el peso se devaluó de 8.65 a 12.50 pesos por un dólar, pero la tasa de crecimiento nominal del medio circulante (M_1) no disminuyó de manera importante, y el gobierno tampoco redujo su gasto. El déficit público aumentó a una tasa promedio anual de 6.6% durante los años 1951-1954 en comparación con un 10.4% en el período 1955-1958.

“Lo que en realidad ocurrió fue que la carga del financiamiento del déficit del sector público se transfirió del banco central, a otros prestamistas, especialmente instituciones financieras, con el

^{1/} Ver Cuadro 1.

^{1/} Ver Cuadro 2.

resultado de que estos déficits ya no fueron monetizados al grado en que se había hecho anteriormente”^{1/}.

A partir de 1955, el Banco de México indujo a los bancos y a otras instituciones financieras a absorber papel gubernamental, desviando recursos (que en otra forma estarían disponibles a otros prestatarios) para financiar el déficit público, aminorando así lo que había sido una importante presión inflacionaria. La proporción de la deuda pública financiada por el Banco de México disminuyó considerablemente y, por consiguiente, se registró un aumento considerable de la proporción de crédito otorgado al gobierno por las instituciones privadas^{2/}.

Es importante resaltar que, pese a la mayor participación del gobierno en los recursos crediticios totales, el volumen de crédito concedido al sector privado creció a una tasa mucho más rápida, en términos reales, durante el período estable, que durante los años de inestabilidad de precios. Esto fue posible debido al gran aumento en la demanda de obligaciones no monetarias que hubo en los primeros años del período analizado.

Por otra parte, el comportamiento del medio circulante (definido como M11), se caracterizó por una velocidad de circulación notablemente constante. Aparentemente no existe ninguna relación entre las fluctuaciones en la tasa de interés real y la tendencia de crecimiento de la circulación monetaria^{1/}. Sin embargo, si se amplía la definición de dinero para incluir los depósitos a plazo y otras obligaciones financieras, el panorama cambia radicalmente.

Durante el período inflacionario, el cociente M_3/PIB fluctuó dentro de una banda relativamente angosta sin mostrar una tendencia definida; sin embargo, cuando las tasas de interés reales se volvieron positivas, esta relación comenzó a incrementarse gradualmente^{2/}. No sólo mejoró el rendimiento promedio de las obligaciones financieras a plazo fijo con la reducción en la tasa de inflación, sino que además las fluctuaciones de la tasa real de interés se hicieron menos severas. La desviación estándar de la tasa de inflación fue de 7.04 para el período 1940-1955, contra 1.18 para los años posteriores de mayor estabilidad. El crecimiento extraordinario de M_3 refleja la sensibilidad de

^{1/} Brothers y Solís (1966) p.63

^{2/} Ver Cuadro 3.

^{1/} Cuadro 1, columna 6c.

^{2/} Cuadro 1, columna 5.

este agregado monetario a cambios en la tasa real de interés para depósitos bancarios, en tanto que la constancia de la velocidad de circulación de M_1 solamente para transacciones.

¿Qué podemos concluir acerca de la estrategia de estabilización que se siguió?. Es evidente que México no logró la estabilidad de precios siguiendo una política de contracción monetaria. Como se mencionó anteriormente, la tasa de inflación se redujo inicialmente debido a un reajuste general en las finanzas del gobierno. Más aún, fue posible mantener una baja tasa de inflación debido a que la demanda por activos financieros reales aumentó considerablemente. Por tanto, el flujo de créditos bancarios, en términos reales, aumentó al mismo tiempo que se evitó que la producción real cayera, efecto que frecuentemente se observa al aplicar políticas contraccionarias.

El vigoroso incremento del ahorro financiero, resultó de ofrecer al público otros incentivos además de una tasa real de interés positiva. El gobierno, a través del banco central y de otras instituciones financieras nacionales, ofreció una suscripción “de facto” de las obligaciones financieras, de manera que casi cualquier título, independientemente del plazo de su vencimiento, podría redimirse a la par (sin castigo) en cualquier momento. Este procedimiento sirvió a un fin históricamente útil; durante los años de inestabilidad cambiaria y de precios, los activos financieros tenían que hacerse suficientemente atractivos para el público. Sin embargo, más tarde, durante el período de estabilidad, esta práctica tuvo gradualmente un efecto adverso en el mercado de valores. La competencia con obligaciones virtualmente sin riesgo y del alto rendimiento era difícil de sostener para los emisores de deuda directa, limitando así las fuentes de financiamiento de las empresas a las utilidades retenidas y a los créditos bancarios; por lo tanto, las empresas tuvieron que depender en gran medida de los créditos de bancos y financieras.

Las características de liquidez de los pasivos financieros, además de dificultar el desarrollo de un mercado de valores primarios, influyen sobre la manera de financiar el déficit gubernamental y sobre la estructura intertemporal de las tasas de interés, de manera que:

- La existencia de una cantidad masiva de fondos líquidos representaba una amenaza constantes a la estabilidad del peso y
- No se podía realmente distinguir entre el mercado de dinero a corto plazo y el mercado de capitales a largo plazo. Esto se reflejaba en el hecho de que prácticamente no había diferencia entre el costo del dinero a corto plazo versus el

costo de los créditos a largo plazo. En consecuencia, no se desarrolló un mercado para valores gubernamentales como certificados de tesorería.

1.2 1971-1976. La Nueva Inflación.

Durante este período la tasa de crecimiento del producto real cayó, resultando considerablemente menor en promedio a la registrada en los años sesentas, y menor aún que la correspondiente a la etapa inflacionaria anterior (1940-1956). Por otra parte, la tasa de inflación se aceleró resultando más alta en promedio que en estos dos períodos. Los precios empezaron a moverse con rapidez a finales de 1972; el índice de precios al mayoreo subió de una tasa anualizada de 6.6% en enero de 1973, a una de 25.5% en diciembre del mismo año. De hecho, en 1976, la tasa de inflación fue la más alta registrada en cuatro décadas y, por primera vez en más de veinte años, el ingreso real per capital disminuyó^{1/}.

Por otra parte, la tasa de crecimiento de la producción agrícola se redujo a sólo 1.8% en promedio de 1971 a 1974. Aumentaron las importaciones de bienes agrícolas, disminuyeron las exportaciones y la balanza comercial neta de productos agrícolas cambió de un superávit de 304.5 millones de dólares en 1970 a un déficit de 35 millones de dólares en 1974. Por primera vez en su historia moderna, México se convirtió en un portador neto de productos agrícolas en 1974.

Varios factores contribuyeron al pobre desempeño de la economía durante este período. Sin duda alguna, condiciones económicas internacionales adversas tuvieron un impacto importante en la recesión de 1971 y, especialmente, en el proceso inflacionario que la siguió. Como se señaló anteriormente, la mala cosecha presionaron de manera importante sobre la balanza de pagos. Parece ser, sin embargo, que inconsistencias en la política económica seguida por el gobierno fueron las principales responsables al menos por lo que respecta a la magnitud del proceso inflacionario que culminó con la crisis financiera de 1976. En seguida se hará un breve resumen de los eventos que la precipitaron.

En 1970, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (aproximadamente mil millones de dólares) fue casi el doble del registrado el año anterior^{1/}. La nueva administración se propuso

^{1/} Ver Cuadro 4.

^{1/} Ver Cuadro 5.

reducir el crecimiento del déficit y frenar el aumento en el nivel de precios interno. Con este fin, el presupuesto del gasto gubernamental programado para 1971 se disminuyó drásticamente. Sin embargo, el gasto real fue aún menor que el presupuestado, de manera que el déficit público como porcentaje del PIB se redujo de 1.5 en 1970 a 1.05 en 1971^{2/}. Al mismo tiempo, se liberaron recursos considerables del sistema bancario que sólo habían sido utilizados parcialmente por el sector privado debido a la aguda disminución en el gasto público; pese a que el aumento en el crédito real otorgado por el sector financiero estaba a niveles normales, las instituciones financieras acumularon reservas excedentes por 2,700 millones de pesos. El resultado fue una severa depresión económica en 1971. La tasa de crecimiento del producto real (3.4%) resultó muy inferior a la que se esperaba, ya que proyecciones anteriores habían pronosticado un crecimiento de cerca del 5 por ciento.

Cuando se supo de la caída de la tasa de crecimiento y se reveló la existencia de reservas excedentes en los bancos, las autoridades trataron de recobrar urgentemente el ritmo de crecimiento tradicional. El déficit presupuestal como proporción del PIB se triplicó de 1971 a 1972, y no sólo se aumentó el gasto público, sino que la inversión privada reaccionó de igual manera. En mayo de 1972, cuando la producción se encontraba ya en plena recuperación, se redujeron los requerimientos de encaje legal para los bancos y financieras, aumentando considerablemente el financiamiento a la inversión privada.

Sin embargo, no fue sino hasta tres meses después de que la tasa de crecimiento de la producción industrial superó su tendencia a largo plazo, que la expansión monetaria se manifestó. Las reservas excedentes se agotaron rápidamente, y el Banco Central, presionado por una baja tasa de crecimiento, abandonó su larga tradición de fijación anual de objetivos monetarios de largo plazo y trató de fomentar el desarrollo económico expendiendo el crédito interno.

Los precios, sin embargo, reaccionaron con retraso, ya que no fue sino hasta el segundo semestre de 1972 cuando el índice de precios al mayoreo empezó a subir gradualmente. En enero de 1973 la tasa de crecimiento anual de dicho índice fue de 7.3%; para diciembre de ese año había aumentado a 25.5%. A fines de mayo de 1973, ya demasiado tarde para hacer frente a la acelerada inflación, el Banco de México invirtió su política de expansión monetaria elevando los requerimientos de encaje legal para las financieras y los bancos. Más tarde, en el mismo año, se aumentaron también

^{2/} Ver Cuadro 6.

las tasas de interés. Sin embargo, parece que ya en ese momento las medidas eran hasta cierto punto simbólicas. El déficit del gobierno como proporción del PIB aumentó en un 35% en 1973 y la oferta monetaria creció a una tasa de 24.1%^{1/}. La tasa de inflación para ese año fue de 15.7% y, por primera vez desde la década de los cincuentas, las tasas de interés reales para el ahorro financiero fueron negativas, tendencia que continuó hasta 1976^{1/}.

No es de extrañarse que estos eventos tuvieran efectos importantes en el sistema financiero. Lo que sorprende, es que el impacto del proceso inflacionario en la estructura de la intermediación se hubiera manifestado tan rápidamente. Primero, es interesante notar que cuando la tasa de crecimiento de la oferta monetaria aumentó de 8.3% en 1971 a 21.2% en 1972 (y continuó expandiéndose a una tasa superior al 20% hasta 1976), la velocidad de circulación disminuyó inicialmente. Esta reducción en la velocidad persistió hasta 1973, pero en 1974 aumentó nuevamente a su nivel promedio anterior. Esto parece confirmar la hipótesis de que la estabilidad de la velocidad de M_1 indica que este agregado se utiliza principalmente para fines de transacciones. Por otra parte, la relación M_3/PIB , que siguió una tendencia ascendente durante el período de estabilidad, disminuyó por primera vez en 1973. Según se mencionó anteriormente, 1973 fue el primer año en que se registraron tasas de interés negativas para los depósitos en pesos. La relación M_3/PIB disminuyó nuevamente en 1974, 1975 y 1976^{2/}.

Los cuadros 2, 7 y 8 muestran diferentes aspectos del mismo fenómeno: la caída en el crecimiento y la importancia del ahorro financiero. En el Cuadro 2 se puede observar que la importancia relativa de los pasivos no monetarios (especialmente bonos financieros) se redujo a favor de las obligaciones monetarias y de los depósitos en dólares. Este es un cambio claro de tendencias en la estructura de pasivos del sistema hacia el patrón observado a principios del período inflacionario.

El cuadro 7 muestra la reducción en la tasa de crecimiento de los pasivos no monetarios: depósitos de ahorro y bonos. Los bonos financieros fueron los que más severamente disminuyeron; la tasa promedio de crecimiento en términos reales de estos valores fue de sólo una sexta parte de la tasa promedio observada de 1965 a 1970. De hecho, las estimaciones para 1976 muestran que el

^{1/} Ver Cuadro 6.

^{1/} Ver Cuadro 1.

^{2/} Ver Cuadro 1.

crecimiento en términos reales de los bonos de precio fijo más importantes fue negativo para el período 1971-1976 ^{1/}.

El vigoroso (y continuado) aumento del gasto público, ante la declinación del crecimiento del ahorro financiero, no podía ser financiado en forma adecuada a través del uso de las reservas de los bancos y de las financieras. De ahí que la deuda pública fuera monetizada directamente, y el crédito externo se utilizara para mantener fijo el tipo de cambio y las reservas internacionales a un nivel adecuado. La deuda externa del sector público que era de 3,200 millones de pesos en 1970 y de sólo 4,000 millones en 1972, se multiplicó dos veces y medio para llegar a los 10,000 millones en el período 1973-1975. Como puede observarse en el Cuadro 5, a partir de 1973 hubo un incremento muy considerable en la entrada de capital a largo plazo (que representa principalmente los créditos recibidos por el gobierno). También puede observarse en el mismo cuadro que hubo una persistente salida de capital a corto plazo a partir de ese año. Esto fue, sin duda alguna, ocasionado por los crecientes temores de devaluación que se acrecentaban con el fuerte gasto gubernamental, las altas tasas de inflación, y el incremento desmesurado de la deuda externa.

La secuencia de eventos que llevó a la difícil situación financiera parece ser clara: después de la recesión de 1971, el gobierno siguió una política simultánea de gasto público y expansión del crédito, ignorando la práctica que había conseguido la estabilidad de precios después de la devaluación de 1954. El déficit gubernamental se monetizó rápidamente (la tasa de crecimiento de M_1 se elevó a más del doble) y esto dio como resultado aumentos acelerados en los precios; por su parte, la tasa de crecimiento del ahorro financiero se deprimió debido a tasas reales de interés negativas. Con la disminución del ahorro financiero se redujo una importante fuente de fondos no inflacionarios tanto para el sector público como para el privado. El flujo real de crédito otorgado al sector privado prácticamente se estancó, y el creciente déficit agotó rápidamente el encaje legal del sistema financiero. El gasto gubernamental y los precios internos más elevados tuvieron un impacto adverso en la balanza comercial, de manera que se utilizaron créditos del exterior para evitar el agotamiento total de las reservas internacionales. Pero todo esto provocó crecientes temores de devaluación. El capital empezó a salir del país y, por supuesto, esto sólo empeoró la situación.

1.3 La Flotación

Las autoridades monetarias decidieron que, en vista de la creciente presión de las salidas de capital, el costo de mantener la paridad era excesivo (tan solo en julio y agosto de 1976 se estima que 1,500 millones de dólares salieron del país), y el 31 de agosto el peso empezó a flotar con respecto al dólar. No es difícil imaginarse el efecto traumático -en casi todos los aspectos de la actividad económica- que ocasionó el abandono de la paridad fija. Al mes de enero de 1977, la devaluación efectiva del peso había llegado a un 45% en términos de dólares.

El primer efecto de la flotación fue, lo que es sorprendente, un incremento discreto en el nivel de precios. El índice de precios al consumidor, que había aumentado a una tasa anual de 12.4% de enero a agosto, aumentó 1.8% en septiembre, 4.5% en octubre y 5.2% en noviembre^{1/}. Naturalmente, se hicieron ajustes a los salarios y el medio circulante aumentó a una tasa anual de 97.8% de septiembre a diciembre^{2/}. En ese momento, el panorama para 1977 se veía desolador. Las proyecciones más optimistas estimaban una tasa de inflación del 35 al 40 por ciento durante ese año (y una depreciación correspondiente del tipo de cambio). Sin embargo, políticas gubernamentales restrictivas, junto con perspectivas más favorables después de los primeros meses del actual gobierno, tuvieron éxito al reducir substancialmente la tasa de inflación durante 1977. El índice de precios al consumir aumentó en 20 por ciento de diciembre 1976 a diciembre 1977, en tanto que el índice de precios al mayoreo aumentó sólo en 18.1% durante el mismo período^{1/}. Es interesante observar que el índice de precios al consumidor alcanzó al índice de precios al mayoreo al alrededor de marzo de 1977, lo cual sugiere que el impacto inflacionario directo de la devaluación se absorbió en seis meses. Sin embargo, el producto real aumentó en sólo 3.2%^{2/}.

La incertidumbre cambiaria que prevaleció por algún tiempo antes de la flotación, afectó considerablemente la estructura de pasivos del sistema financiero. Según se mencionó anteriormente, el proceso de desintegro mediación y “dolarización” del sistema procedió a un ritmo acelerado desde principio de 1976. Esto se reflejó en una reducción en los saldos reales del sector financiero, en un aumento en la proporción de los pasivos en dólares (siendo de 5.2 por ciento en 1975 y de 19.4% en

^{1/} Como era de esperarse el aumento en el índice de precios al mayoreo fue mucho más alto. Las cifras mensuales para el período septiembre-diciembre son: 6.2, 8.4 y 5.3. Véase el Cuadro 4^a.

^{2/} Véase el Cuadro 4^a.

^{1/} Véase el Cuadro 4^a.

^{2/} Estimación preliminar, Banco de México.

diciembre de 1976), y en una salida de capitales estimada en 2,500 millones de dólares^{3/}. También en ese mismo año se intensificó la preferencia del público por pasivos líquidos.

La estructura de créditos del sistema financiero se vio afectada asimismo. En 1975, el 85.3% del crédito interno total al sector público y al sector privado se otorgaba en pesos, mientras que para 1976 la proporción había disminuido a 70.1%, y en diciembre de 1977 a 67.9%. Por su parte, la tasa de crecimiento del crédito real concedido por bancos y financieras fue negativo durante 1977 (disminuyendo 17.9% en pesos y 8.8% en dólares de septiembre de 1976 a diciembre de 1977).

El segundo semestre de 1977 mostró síntomas que indicaban que la peor parte de la crisis financiera ya había pasado. Los pasivos no líquidos del sistema bancario en moneda nacional empezaron a crecer a tasas reales positivas desde junio, probablemente como resultado de tasas de interés reales más elevadas sobre depósitos a plazo debido a una menor tasa de inflación y a las mayores tasas nominales autorizadas. La proporción de obligaciones denominadas en moneda extranjera empezó a disminuir y las salidas de capital se redujeron considerablemente. La tasa de crecimiento anual de la oferta monetaria durante 1977 (corregida por variaciones estacionales) fue de 26.6% comparada con 30.5% en 1976^{1/}. Por otra parte, el crédito creció de nuevo a tasas positivas en términos reales, especialmente durante los últimos meses del año; el promedio para 1977 fue de 5.2% en pesos y de 3.9% en dólares.

La balanza de pagos también mostró una notable mejoría en el período enero-diciembre. El déficit en cuenta corriente ascendió a 1,800 millones de dólares en 1977 -42% menor que el déficit registrado el año anterior -; sin embargo, excluyendo al servicio de la deuda, los flujos comerciales reales muestran un pequeño superávit. Pero la mejoría se debió más bien a una disminución de las importaciones que a un aumento de las exportaciones, reflejando la contracción de la actividad económica.

El valor de las exportaciones creció a un ritmo muy rápido durante los primeros meses que siguieron a la devaluación, pero esto se debió más a una elevación en el precio en dólares de los productos de exportación, y a mayores ingresos por concepto de petróleo, que a un aumento general en el volumen de las exportaciones.

^{3/} Véanse los Cuadros 4^a y 9.

^{1/} Véase el Cuadro 4^a.

Los efectos deflacionarios reales y monetarios de la devaluación no fueron menos importantes^{1/}. Existe evidencia de que la demanda agregada se redujo substancialmente, según se mencionó anteriormente, y de que los pasivos reales del sistema financiero también disminuyeron. Una causa importante de la contracción fue el efecto-ingreso-real negativo asociado con el gran déficit comercial registrado en el momento de la devaluación que, probablemente, fue absorbido principalmente por los asalariados y otros grupos de ingresos bajos con el consiguiente efecto-redistribución negativo sobre el consumo. También cayeron la inversión pública y la privada, según indica la reducción en las importaciones de bienes de capital. El resultado fue una severa contracción de la actividad económica; en el primer trimestre de 1977, la producción industrial bajó un 3.5% con respecto al ya deprimido nivel de 1976, y el empleo con el sector industrial también disminuyó en 2.5% con respecto al mismo período de 1976.

En el aspecto monetario, el efecto de la devaluación sobre los saldos reales también fue contraccionario. Los precios más altos de las importaciones y de los bienes internos reducen el valor real de los saldos monetarios tanto de las empresas como de los individuos, aumentando la demanda para activos financieros y, en consecuencia, reduciendo la demanda de bienes y servicios a corto plazo si el medio circulante no aumenta en conformidad. Las empresas fueron las más afectadas. Una gran proporción de empresas importantes operaba de manera regular y generalizada con créditos contratados en moneda extranjera. Al momento de la devaluación, el valor nominal en pesos de estos pasivos subió casi en 100 por ciento dejando a muchas empresas al borde de la quiebra. Por ejemplo, en junio de 1976, el 53.9% de los pasivos totales de las empresas que operaban en la bolsa de valores de México estaban contratadas en dólares (el rango era entre un promedio de 15% para empresas de la industria del papel a 75.5% para empresas en el ramo minero).

El medio circulante también creció a una tasa más lenta que el PIB nominal. La contracción de los saldos monetarios reales fue causada tanto por una reducción en la base como en el multiplicador monetario. Las salidas de capital a corto plazo observadas aún después de la devaluación y el programa restrictivo del gasto gubernamental afectaron la base, en tanto que las presiones del público por obligaciones más líquidas también redujeron el valor del multiplicador^{1/}.

^{1/} Para una discusión teórica de la literatura véase a Krugman (1976). El estudio de Díaz-Alejandro (1966) sobre Argentina fue uno de los primeros intentos para medir estos efectos empíricamente.

^{1/} Véase el Cuadro 1.

II. Políticas Monetaria y de Tipo de Cambio Consistentes: Las Alternativas.

Como se mencionó anteriormente, en los últimos doce meses, las expectativas del público con respecto al comportamiento futuro de los precios y el tipo de cambio han mejorado notablemente. El descuento del peso en los mercados a futuros de Chicago y Nueva York ha venido creciendo continuamente; a medidas de enero de 1977, la prima a futuro sobre un contrato de un año estaba alrededor del 36%, mientras que en la última semana de Marzo de 1978, el descuento había decrecido a sólo 7.5%. Además, la ecuación de paridad de la tasa de interés se había vuelto favorable a México^{1/}. Como resultado, la intermediación financiera –especialmente en moneda nacional- continuó a ritmo acelerado y las salidas de capital se han convertido en entradas. A pesar de esto, aún para Diciembre de 1977, el pasivo total de los intermediarios financieros era menor, en términos reales, que el registrado en Diciembre de 1971, y el cociente M_3/PNB era menor al final de 1976 que el observado ocho años antes.

La coincidencia del proceso de desintermediación, de la declinación en la tasa de crecimiento de la economía y del incremento de la deuda externa no es casual. El importante papel de la intermediación financiera en el desarrollo económico se encuentra bien fundamentado en la literatura teórica y empírica, especialmente en los países que carecen de un mercado de capitales importante^{1/}. La desintermediación reduce la disponibilidad de crédito tanto para el sector público como para el privado, incrementa el costo real del capital de trabajo y de inversión y, consecuentemente, la dependencia del ahorro externo.

El abandono de la paridad fija con respecto al dólar implica, por otra parte, un cambio profundo en las reglas del juego del sistema financiero. La tasa fija funcionó como ancla del proceso de intermediación, asegurando a las unidades ahorradoras el valor del signo monetario en términos de bienes comerciables y a los inversionistas el costo real del crédito. Además, casi nunca se han utilizado

^{1/} Ver cuadro 10 y Figura 1. La magnitud de las desviaciones de la relación de paridad entre las tasas de interés sugiere que las operaciones de arbitraje cubiertas deben haber sido bastante redituables por algún tiempo. En Enero de 1977 el descuento del peso más la tasa de interés de un año sobre CD's en E.U. sumaban alrededor de 40%. Nuestras estimaciones sugieren que las tasas de interés pasivas en pesos estaban varios puntos por debajo; sin embargo, la estrechez del mercado crediticio mexicano en aquel entonces y los costos de transacción involucrados en las operaciones entre México y Chicago probablemente explican la persistencia de las altas desviaciones del IRPT. Ver Branson (1969) y Frenkel y Levich (1975).

^{1/} Diversos estudios empíricos han seguido al reciente trabajo de McKinnon y Shaw. Véanse por ejemplo los ensayos en McKinnon (1976).

los controles de cambio^{1/}. La libre convertibilidad se ha considerado tradicionalmente como una condición necesaria para mantener la función de depósito de valor del peso. Los acontecimientos recientes han mostrado, sin embargo, diversos puntos débiles de la estructura financiera de los sesentas; es claro que el sistema ha demostrado ser extremadamente vulnerable a la incertidumbre excedente con respecto al tipo de cambio.

Es importante notar que el régimen existente de tipo de cambio flotante puede ser inconsistente con las prácticas actuales de intermediación, y que los instrumentos de política monetaria tradicionalmente utilizados por las autoridades pueden ser insuficientes para el control efectivo de la base monetaria en los años venideros. Por lo tanto, se requiere un examen sistemático de los prerrequisitos de consistencia entre las políticas monetarias y de tipo de cambio. También es necesario reconsiderar la vieja cuestión de la adecuación entre objetivos e instrumentos en el diseño de la política monetaria, en vista de las alternativas de política que afrontará México en el futuro cercano.

2.1 El Objetivo Inflacionario y los Instrumentos de Control.

Una consecuencia importante del reciente proceso inflacionario ha sido la pérdida de efectividad de los dos principales instrumentos de control monetario utilizados en México: el encaje legal y la determinación de la tasa de interés pasiva.

La diferencia entre el déficit del gobierno y el nuevo flujo de deuda externa determina la cantidad que deberá financiarse domésticamente. Esto se hace imponiendo requisitos se reserva a los bancos y otras instituciones financieras, mientras que el ahorro financiero restante se canaliza al sector privado.

Durante el período de “desarrollo estabilizador”, el déficit del gobierno como proporción del PNB fluctuó entre el 2 y el 4.7%, habiéndose financiado cerca de la mitad de dicho déficit con ahorro externo, por lo que la razón deuda externa/PNB aumentó de 6.8% en 1960 a 9.8% en 1970; en resumen, el déficit se mantuvo dentro de límites razonables y el crédito externo no se utilizó excesivamente.

^{1/} A principios de la década de los 30's se estableció formalmente un impuesto a las exportaciones de capital; sin embargo, duró solamente unos cuantos meses.

La posibilidad de sustituir deuda doméstica por externa, es precisamente lo que permite utilizar el encaje legal como un instrumento efectivo de control monetario. Si, por otra parte, el déficit del gobierno excede las disponibilidades de crédito doméstico y externo, el exceso de deuda se monetiza forzosamente y la utilidad de los requerimientos de reserva como instrumento regulador se nulifica automáticamente.

La aceleración del gasto del gobierno desde 1972 tuvo como resultado déficits que no podían financiarse con recursos domésticos no inflacionarios; aunque el crédito externo se utilizó liberalmente, una buena proporción de los déficits se monetizaron en forma directa^{1/}. La base monetaria creció a más del doble de la tasa promedio de los años sesentas. El aceleramiento de las presiones inflacionarias volvió negativas las tasas de interés reales, por lo cual se desincentivaron los ahorros financieros. De esta manera, los altos niveles de endeudamiento externo limitaban cada vez más el acceso a los mercados internacionales de crédito en condiciones favorables, y el proceso de desintermediación restringió la mayor fuente doméstica de financiamiento no inflacionario para el gobierno. La situación entre deuda doméstica y externa se hizo más y más difícil, limitando la efectividad de los requerimientos de reserva como instrumento de política monetaria.

El segundo instrumento, la fijación de la tasas de interés pasivas, no parece ser útil actualmente como herramienta de control doméstico. Las fluctuaciones constantes de las tasas de interés en los mercados mundiales determinan necesariamente la dirección de los cambios en las tasas de interés domésticas requeridas para evitar flujos de capital importantes. También debe notarse que la actual política cambiaria de tasas flotantes y libre convertibilidad, parece ser inconsistente con la práctica del Banco de México de controlar las tasas de interés sobre depósitos domésticos, cuando menos desde un punto de vista teórico. La inconsistencia se debe a que una tasa fija implica, por el teorema de la paridad de las tasas de interés, una cierta tasa esperada de devaluación o revaluación del tipo de cambio. Pero el nivel del tipo de cambio actual no puede determinarse en la ecuación de la balanza de pagos debido a la naturaleza endógena del agregado monetario que implica una tasa de interés fija. Por lo tanto, tenemos un problema de indeterminación del tipo de cambio. Esto sugiere que de mantener fijas las tasas de interés domésticas, el movimiento en las tasas de interés externas causará presiones sobre el tipo de cambio actual, independientemente de los cambios “reales” motivados por consideraciones de intercambio comercial.

^{1/} La razón deuda externa/PNB se incrementó de .10 en 1971 a .26 en 1976. Ver cuadro 5.

Los ajustes de corto plazo de la base monetaria resultan difíciles para las autoridades monetarias debido a la pérdida de efectividad de los dos instrumentos antes discutidos. Esto es relevante no solamente debido a que se acrecienta la necesidad de crear nuevos y mejores instrumentos de control, sino también debido a que la carencia de estos instrumentos restringe las alternativas de tipo de cambio viables.

Las discusiones académicas acerca de la política cambiaria óptima para los países menos desarrollados frecuentemente parecen no prestar atención a este punto. Cuando se analiza si los países pequeños deben fijar la paridad de sus monedas a la de un país grande, o tratar de obtener algo de autonomía doméstica permitiéndolas flotar, se asume implícitamente que estos países poseen los instrumentos necesarios para manejar su sistema monetario interno bajo diferentes regímenes cambiarios. Sin embargo, políticas cambiarias alternativas imponen claramente diferentes requisitos sobre las autoridades monetarias, y un criterio importante para decidir acerca de la fijación –o flotación- óptima, debe ser el grado de simplicidad requerido para el manejo interno del medio circulante.

Se han tomado recientemente diversas medidas diseñadas con el propósito de mejorar substancialmente el control del Banco de México sobre los agregados monetarios. Los bonos financieros más líquidos (con precios fijos en valor nominal), que se habían convertido en instrumentos de especulación contra el peso sin incluir riesgo de pérdida de capital, serán eliminados dentro de los próximos dos años. La política monetaria se ha dirigido también hacia el logro de tasas reales de interés positivas, fijando topes más altos para el rendimiento de los depósitos a plazo, especialmente para los de mayor duración. Con la disminución de la inflación, se han obtenido asimismo tasas reales de interés positivas de largo plazo.

Con objeto de permitir al mercado determinar la estructura a plazos de las tasas de interés –y para permitir a la tasa de interés misma ser el mecanismo que equilibre el mercado-, comenzaron las operaciones con certificados de tesorería a principios de 1978. La emisión de los certificados de tesorería se coordina con los requerimientos de flujos de caja del gobierno, con el objeto de restablecer un mayor control sobre la base monetaria e insertar un margen de maniobra más amplio entre los efectos de demanda del gasto gubernamental y su impacto monetario. De esta manera debe supuestamente recuperarse la efectividad de ambas variables como herramientas de política económica.

Otro mecanismo utilizado para dar mayor firmeza a la acción de las autoridades monetarias fue el establecimiento de acuerdos de recompra de divisas en julio de 1977, junto con descuentos en moneda nacional efectuados por el Banco Central, induciendo con esto a los poseedores de moneda extranjera en el extranjero a repatriar sus activos en dólares. La operación consistió en entregar una garantía de tipo de cambio por una cuota cercana a la diferencia entre las tasas de interés domésticas y LIBOR, determinando una banda dentro de la cual se puede esperar que fluctúe el tipo de cambio. Este mecanismo mejoró la posición de reservas del Banco de México disminuyendo, por otra parte, la incertidumbre que prevalecía en aquel entonces en el mercado de divisas.

La política cambiaria que se adopte en el futuro está, por supuesto, íntimamente relacionada con el objetivo de inflación del gobierno. Resumiendo se acepta comúnmente que un tipo de cambio fijo requiere de hecho la adopción de la tasa de inflación del país al que se fija la moneda (o países en el caso en que fije a una canasta de monedas). Por otra parte, una paridad deslizando implica una tasa de inflación que exceda a la mundial por la cantidad de depreciación del tipo de cambio anunciada, mientras que un tipo de cambio flotante es, en teoría, consistente con cualquier objetivo de inflación. La pregunta básica para el diseño de una combinación de política monetaria y cambiaria apropiada es ¿qué tanta inflación debe aceptarse?

La experiencia histórica de México y de algunos otros países sugiere que un objetivo de inflación reducida tiene importantes ventajas económicas. Los países que, con inflaciones endémicas, han tratado de corregir la distorsión introducida en el sistema financiero mediante la indexación de las tasas de interés, han encontrado que esto no es suficiente para promover la generación de ahorros financieros de largo plazo. Los costos de transacción implicados por tasas inflacionarias altas y variables tienden a reducir el volumen real de intermediación financiera. Este punto es relevante debido a que frecuentemente se arguye que los procedimientos de indexación tienden a eliminar los efectos distorsionantes de la inflación; bajo este supuesto, el objetivo de inflación apropiado será aquel que mejor le acomode al gobierno y, preferentemente, aquél que maximice el impuesto inflacionario sobre los saldos monetarios.

Un análisis más profundo de las relaciones históricas entre la inflación y el crecimiento en América Latina muestra que los países con altas tasas medias de incremento de precios

experimentaron, en general menos tasas de crecimiento que los países más estables^{1/}. Esta evidencia es consistente con diversas explicaciones teóricas que no serán tratadas en este trabajo por razones de extensión; sin embargo, como se discute en la siguiente sección, el punto relevante para nuestros propósitos es que una prioridad importante debe ser un objetivo de baja tasa de inflación independientemente del tipo de cambio adoptado.

2.2 Estabilidad y Política de Tipo de Cambio.¹

El escenario económico de México experimentará cambios dramáticos durante los próximos años. Los vastos recursos de petróleo descubiertos a principios de los años setentas, y la decisión del gobierno de acelerar las exportaciones de petróleo, gas natural y productos refinados, constituyen el nuevo elemento que entrará en escena. De acuerdo a diferentes proyecciones de balanza de pagos, la cuenta corriente mostrará un superávit a partir de 1980 que llegará a 4 o 5 mil millones de dólares en 1982. Esto permitiría a México un amplio margen para cubrir los pagos del servicio de la deuda y aún para reducir su endeudamiento en términos absolutos. En contraste, 1978 y a un grado menor 1979, representan lo que podría llamarse un período de transición en el que los remanentes de la crisis financiera se deben superar, y las reformas financieras necesarias implementarse.

La política de tipo de cambio óptima será, obviamente, aquella que permita el mayor incremento real del producto, minimice los flujos desestabilizadores de capital a corto plazo y las

1/ Examinamos la relación entre la tasa de crecimiento del producto interno bruto y el índice de precios al consumidor para 18 países latinoamericanos en el período 1955-1975. Aun cuando la ecuación estimada no se derivó de un modelo elaborado, la relación estadística es interesante ya que la muestra incluye países que experimentaron con todo tipo de regímenes cambiarios, controles, etc.

¹ Cont. mínimos cuadrados simple de la tasa de crecimiento del ingreso real (GI) y el ingreso real per capita (GIC) contra la tasa de crecimiento el índice de precios al consumidor (GP), ya una medida de dispersión consistente en las desviaciones standard de la tasa de inflación normalizada por su media aritmética (SD/AP). Los números entre paréntesis corresponden al valor de la estadística t.

Fuente para los datos: FMI, Estadísticas Financieras.

$$\begin{array}{l}
 (1) \quad GI = 5.84 \quad - \quad 0.36 GP + \quad .111 SD/AP \\
 \quad \quad (10.91) \quad \quad \quad (-2.72) \quad \quad \quad (.59) \\
 \quad \quad R^2 = .366 \quad \quad \quad DW = 2.17 \\
 (2) \quad GIC = 2.68 \quad - \quad 0.28 GP + \quad .14 SD/AP \\
 \quad \quad (5.96) \quad \quad \quad (-2.66) \quad \quad \quad (.90) \\
 \quad \quad R^2 = .22 \quad \quad \quad DW = 2.52
 \end{array}$$

Los coeficientes de precios son significativamente diferentes de cero y muestran el signo correcto, mientras que el coeficiente de las medidas de dispersión no es significativo y tiene el signo incorrecto. Además, el coeficiente de determinación es bastante bajo. Aún así, como se mencionó antes, el propósito de este ejercicio no es explicar la varianza de las tasas de crecimiento partiendo de una hipótesis formal, sino presentar evidencia adicional de la relación entre la inflación y el crecimiento. Otros estudios han llegado a resultados similares, especialmente en relación a la existencia y posición de la curva de Phillips. Ver el de Lucas (1973).

fluctuaciones del nivel de precios doméstico. Es claro, asimismo, que el diseño de una política capaz de lograr estos objetivos simultáneamente no es un problema sencillo de resolver; medidas de tipo de cambio dirigidas en una dirección, frecuentemente producen efectos indeseados respecto a un segundo objetivo. El mayor reto que afrontan las autoridades mexicanas en el diseño de la política cambiaria actual, es el reconciliar el objetivo de corto plazo de estabilidad cambiaria con los requerimientos de largo plazo de un tipo de cambio correctamente valuado.

Más precisamente, desde la devaluación de septiembre de 1976 y durante los primeros meses de 1977 en que el tipo de cambio mostró fluctuaciones sustanciales, los flujos especulativos de capital a corto plazo fueron considerables. Cuando el Banco de México siguió una política más activa de intervención en el mercado de divisas, los flujos de capital se redujeron bastante. Aparentemente, como se muestra en el Anexo A, las pequeñas depreciaciones no anunciadas del tipo de cambio pusieron en movimiento flujos de capital desestabilizadores.

Por otra parte, es difícil exagerar la importancia de mantener el tipo de cambio correctamente alineado. Un tipo de cambio sobrevaluado llevaría a una reducción del sector de bienes comerciables de la economía, reduciendo las exportaciones, incrementando las importaciones y aumentando la dependencia de la economía de la industria petrolera. La afluencia de recursos financieros resultantes de las utilidades del petróleo sólo agravaría el problema, ya que los ajustes necesarios podrían ser pospuestos indefinidamente.

Resumiendo, si como se espera, la tasa de inflación de México será mayor que la tasa media de inflación de los países industrializados en el futuro próximo, el tipo de cambio real tenderá a sobrevaluarse. Sin embargo, la experiencia de los pocos meses con tasas flotantes monominales del tipo de cambio. La cuestión es entonces el diseñar una política que haga compatibles los objetivos antes mencionados de estabilidad y equilibrio.

La primera pregunta que uno se podría plantear al considerar las alternativas de política cambiaria es si el tipo de cambio está correctamente valuado actualmente. En el Anexo B se presentan dos cálculos de la versión relativa a la paridad del poder de compra tomando como base los años 1950 y 1960. Se llevó a cabo una comparación del índice de precios al mayoreo de México y un índice de precios compuesto y ponderado para 22 países que cubren el 91% de las transacciones externas de México. Las estimaciones basadas en 1950 indican que, para enero de 1978, el peso estaba

sobrevaluado en 6.6%, y si se toma 1960 como base, el resultado es que el peso estaba subvaluado alrededor de un 5%. Las dificultades para escoger un año base apropiado al efectuar comparaciones entre países son bastante conocidas y se pueden esgrimir toda clase de argumentos para tomar 1950, 1960 o cualquier otro como el año base correcto. Para nuestros propósitos, es suficiente el reconocer que aún si se considera el cálculo más optimista, la subvaluación del peso es pequeña y existe el peligro de que éste se sobrevalúe en el corto plazo.

2.3. ¿Una paridad Deslizante?

Supongamos, para propósitos de la discusión, que el peso se encuentra actualmente correctamente alineado; esto es, que el tipo de cambio prevaleciente refleja correctamente las condiciones de productividad en el sector de bienes exportables de la economía. El objetivo sería, entonces, mantener la paridad real actual. Si, por otra parte, se estima que la tasa de inflación doméstica será mayor durante el período de transición (1978, 1979 y quizá 1980) que la tasa promedio de los países industrializados –principalmente E.U.- el tipo de cambio nominal tendría que depreciarse por el diferencial inflacionario. El procedimiento de alineación puede reducirse a tres opciones: minidevaluaciones anunciadas, minidevaluaciones no anunciadas o depreciaciones discretas del tipo de cambio al final de 1978 o 1979.

De las opciones anteriores, la última parece ser la menos adecuada. Si existe algún consenso entre los economistas respecto a políticas cambiarias, éste es que devaluaciones grandes e infrecuentes constituyen un procedimiento defectuoso de alineación. La experiencia histórica de muchos países en desarrollo, indica que el costo político de las medidas de reducción de la absorción requeridas para que una devaluación logre cambiar los precios relativos internos es bastante alto. Es precisamente el deseo de evitar las desventajas de devaluaciones discretas y “grandes” lo que ha motivado en gran parte la evolución de países como Israel y Brasil hacia regímenes de tipo de cambio más flexibles^{1/}.

Una mejor alternativa parece ser la de anunciar pequeñas depreciaciones del tipo de cambio, esto es, adoptar formalmente una “paridad deslizante”. El argumento a favor de tal política es que las expectativas del público convergerían alrededor de un valor concreto del tipo de cambio durante un período de tiempo, y las tasas de interés domésticas tenderían a alinearse, descontando la perspectiva

^{1/} Bruno y Sussman (1978), y Bracha (1978).

de devaluación y manteniendo un margen favorable para alentar los ahorros en moneda nacional. Por ejemplo, si el incremento promedio esperado del índice de precios al mayoreo de 1978 y 1979 no excede el 12%, el tipo de cambio sólo debe depreciarse alrededor de 6 ó 7 puntos de por ciento anualmente para conservar los precios relativos actuales con respecto a E.U. La política adecuada será entonces adoptar un compromiso explícito a una paridad deslizante que no exceda de 0.5% por mes. Si, por otra parte, la autoridad monetaria desea incrementar los grados de libertad de maniobra, anticipando una mayor inflación doméstica, el margen anunciado debe ampliarse.

Otra ventaja de anunciar algún tipo de sujeción a una paridad por parte del Banco Central, es que podría desincentivar los flujos de capital especulativos. Durante los primeros meses que siguieron a la flotación, en la que el tipo de cambio fluctuó sustancialmente, los flujos de capital de corto plazo también mostraron giros anormales. Aún más existe cierta evidencia de que estos flujos de capital fueron desestabilizadores. Como se mencionó anteriormente, en el Anexo B se muestra que el movimiento de errores y omisiones (una variable proxy para los flujos de corto plazo verdaderos) está correlacionado, negativamente, con los valores actuales y retrasados (de un período) de las variaciones en el tipo de cambio. Esto significa que la reacción del público a incrementos no anunciados del cociente peso/dólar fue en la dirección de convertir pesos a dólares. Puede observarse claramente en el Cuadro 1 de dicho anexo, que desde febrero de 1977, cuando el Banco de México activó su intervención en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones indeseadas del tipo de cambio, los flujos de capital especulativo disminuyeron significativamente^{1/}.

Estas consideraciones han influido en la política de “flotación-fija” seguida por el Banco de México en los meses recientes, que para muchos observadores se reduce a una paridad fija informal^{1/}.

Hay dos aspectos adicionales que merece nuestra atención en relación al sistema de minidevaluaciones. El primero es que a diferencia de los acontecimientos en otros países, como Brasil e Israel, que han experimentado con el sistema de paridad deslizante, el objeto inmediato de la aplicación de este mecanismo a México no sería el de evitar que los flujos de capital especulativos anticipen las grandes devaluaciones, sino el asegurar una correcta valuación del tipo de cambio aún en el corto plazo. El segundo es que también a diferencia de la situación prevaleciente en la mayoría de

^{1/} Una prueba estadística simple se llevó a cabo en el Anexo A.

^{1/} Aun cuando México es formalmente un régimen de tipo flotante, desde septiembre de 1977 el peso se ha mantenido dentro de una banda de flotación de 22.64-22.84 pesos por dólar.

los países en desarrollo incluyendo a Brasil (y a Israel hasta muy recientemente), los mexicanos gozan de perfecta convertibilidad de divisas^{2/}.

Existen tanto ventajas como desventajas de experimentar con una paridad deslizando bajo plena convertibilidad de divisas. Si el público no cree en el compromiso de las autoridades monetarias a mantener el deslizamiento dentro del límite anunciado, las salidas de capital pudieran ser de suficiente magnitud como para validar las expectativas del público, y esto significaría el final de los experimentos con tipo de cambio flexible. Por otra parte, ya que la moneda es perfectamente convertible, la credibilidad de las divisas. Si el público no cree en el compromiso de las autoridades monetarias a mantener el deslizamiento dentro del límite anunciado, las salidas de capital pudieran ser de suficiente magnitud como para validar las expectativas del público, y esto significaría el final de los experimentos con tipo de cambio flexible. Por otra parte, ya que la moneda es perfectamente convertible, la credibilidad de las autoridades monetarias puede robustecerse al anunciar una política cambiaria más precisa.

2.4 La Transferencia de los Ingresos del Petróleo.

Para 1980, las autoridades mexicanas afrontarán una situación radicalmente diferente, por lo cual se requiere reconsiderar las estrategias de crecimiento y desarrollo. El flujo de ingresos del petróleo implica esencialmente un relajamiento de la restricción de disponibilidad de divisas, y la problemática típica del desarrollo (desequilibrio externo resultante de las políticas expansionarias destinadas al equilibrio interno en el mercado de trabajo) puede replantearse en términos del clásico problema de “transferencia”.

El problema de la absorción de la entrada de divisas puede ser tratado a dos niveles. Primero, está el problema económico global de utilizar los recursos de la manera más conveniente para promover el desarrollo económico. A este respecto, uno tiene que insistir en la importancia de evitar un tipo de cambio sobrevaluado y su efecto depresivo sobre el empleo y la actividad económica. El segundo es la conexión con los mecanismos de manejo monetario; esto es, encontrar la combinación apropiada entre políticas monetaria y cambiaria para efectuar la transferencia real.

^{2/} A fines de 1977, la libra israelí se dejó flotar y se eliminaron muchos de los controles de cambio preexistentes hasta entonces. Bruno y Sussman (1978).

Con respecto a la asignación de recursos, el problema se plantea debido a que aún bajo supuestos de altas tasas de crecimiento económico doméstico, las importaciones no crecerán al ritmo requerido para absorber los ingresos provenientes del petróleo durante los primeros años de la década de los 80's. Las alternativas de utilización de divisas se reducen entonces a incrementar las reservas internacionales, invertir en el exterior o pagar la deuda externa. Es factible que se efectúe alguna combinación de inversión financiera, con una buena parte del superávit proyectado utilizado para pagar la deuda más que para aumentar las reservas. Debe tenerse cuidado al diseñar paquetes de desarrollo intensivos en importaciones como la principal salida de divisas. La experiencia de varios países subdesarrollados ricos en petróleo muestran lo costosas que pueden ser las distorsiones microeconómicas cuando los proyectos de inversión son seleccionados aceleradamente.

Si las autoridades monetarias son capaces de controlar el flujo de divisas a través de un impuesto sobre el monopolio petrolero del estado -evitando que la transferencia real se efectúe a través de mayores salarios en la industria petrolera-, el procedimiento de esterilización puede facilitarse considerablemente a través del mercado abierto. La pregunta es entonces si es factible o no continuar con una paridad deslizando mientras el país goce de un superávit en la balanza de pagos. La idea parece interesante y atractiva tanto desde un punto de vista económico como político.

Sería un caso bastante raro el de un país que, gozando de un superávit en balanza de pagos, devaluase su moneda en aras de la racionalidad económica. El devaluar desde una posición firme de reservas y expectativas de exportación, se antoja una situación cómoda en la que se quisieran encontrar las autoridades monetarias de muchos países. En este sentido, es importante mantener la tasas de inflación dentro de valores razonables; de otra manera, las dificultades operativas de implementar un sistema de minidevaluaciones "grandes" serían considerables. Un tipo de cambio deslizando ante un superávit de balanza de pagos y altas tasas de inflación es equivalente a "nadar en contra de la corriente".

La elección de la política cambiaria correcta, una vez que la fase de transición termine y la tasas de inflación doméstica se encuentre a los niveles internacionales, se reduce a fijar el peso a reasumir una flotación mas o menos controlada. Aún cuando la extensa literatura sobre los méritos teóricos del tipo de cambio fijo contra los regímenes de tipo de cambio flexible no es siempre relevante

para examinar el problema de una buena política para un país particular, se pueden plantear algunos puntos dentro del marco general de áreas monetarias y de la integración de mercados de capital.

De acuerdo a la definición convencional, un área monetaria óptima es aquella en la cual las políticas monetaria y fiscal pueden utilizarse de la manera más efectiva, junto con un tipo de cambio flexible (con respecto al resto del mundo), para lograr estabilidad interna y externa. Esto significa pleno empleo, una baja tasa de inflación y equilibrio en la balanza de pagos. ¿Constituye México un área monetaria óptima?. Si aceptamos el argumento de que los precios en moneda extranjera de sus exportaciones e importaciones están dados por el mundo externo (caso del país pequeño), entre más abierta sea la economía, más experimentará inestabilidad de precios con movimientos en el tipo de cambio. Esto quiere decir que si el sector de bienes comerciables es grande en relación al de bienes no comerciables, las fluctuaciones en el precio de los bienes comerciables tendrá un mayor impacto sobre el nivel de precios. Además, los ajustes en la balanza de pagos (reducción por absorción en el caso de un déficit) serán más dolorosos entre más abierta sea la economía si el país está bajo un sistema de tipo de cambio flexible. Por lo tanto, un país en esta situación deberá fijar su tipo de cambio, y, al hacer esto, estará “pagando” su nivel de precios al de gran sector de bienes comerciables^{1/}.

Es difícil hacer una clasificación precisa de los bienes entre comerciables y no comerciables. Una aproximación superficial sería tomar simplemente los bienes efectivamente comerciados. En 1950, la razón de exportaciones más importaciones al PNB para México era de alrededor de .5, mientras que en 1976 esta razón se acercaba más a .3. Parece ser entonces que el mercado doméstico ha crecido a una tasa mayor que su contraparte externa. Por otra parte, si se intenta clasificar los bienes en comerciables y no comerciables, estos últimos han ganado importancia relativa durante la última década. La razón de no comerciables a PINB era de alrededor de .5 en 1950, mientras que en 1976 había aumentado a .69^{1/}. Puede afirmarse, de acuerdo a las consideraciones anteriores que el argumento a favor del tipo de cambio fijo es ahora menos fuerte de lo que era hace una década.

Parece ser que la decisión de fijar o flotar dependerá en gran parte de los instrumentos de control monetario existentes en el momento. Un tipo de cambio fijo es más sencillo de implementar desde un punto de vista de manejo monetario, pero tiene muchas desventajas bien conocidas. Si se

^{1/} Ver a McKinnon (1963).

^{1/} No comerciables incluye: servicios (del gobierno y privados), transportación doméstica, comercio, construcción y generación de electricidad.

desarrolla efectivamente un mercado de dinero durante los próximos dos años y se mantiene el grado actual de movilidad del capital, México podría gozar de las ventajas de un tipo de cambio flexible con una balanza de pagos fuerte que refuerce la credibilidad del peso y prevenga flujos de capital desestabilizadores.

ANEXO A

Una medida de valuación del tipo de cambio comúnmente utilizada es la comparación de los índices de precios entre países. En el caso de México, tradicionalmente se han utilizado los índices de precios de E.U. como base de comparación debido a la importancia de los flujos comerciales entre los dos países.

En este anexo se elaboró un índice de precios mundial considerando veintidós países que cubren más del 94% del comercio exterior de México. Se calcularon las variaciones anuales de los precios de estos países ponderados por su participación en el comercio de México, considerando también las variaciones observadas en el tipo de cambio con respecto al peso. Se utilizaron índices de precios al mayoreo ya que en estos índices pesan más los bienes comerciables.

Se presentan dos tablas, utilizándose 1950 como año base en la Tabla A-1 y 1960 en la Tabla A-2. Los cálculos del índice de precios mundial se efectuaron de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{Efecto Neto Total} = \sum_{n=1}^{22} (ExC).$$

Donde: $E = \{(1 + P/100) / (1 + T/100)\} - 1$.

P = cambio porcentual en los índices de precios al mayoreo.

T = cambio porcentual en el tipo de cambio con respecto al dólar (cuando existen tipos de cambios múltiples, se utilizó la media aritmética).

C = participación en el comercio de México (exportaciones e importaciones).

n = número de países.

FUENTE: International Financial Statistics y Banco de México, S. A.

Cuadro A-1
 Índices de Precios al Mayoreo 1950 = 100
 (1950 – 1978)

Año	México	Mundial	México Mundial
1950	100.00	100.00	1.0000
1953	126.07	109.53	1.1531
1954	105.22	110.35	0.9535
1955	108.44	110.45	0.9818
1956	113.50	114.09	0.9948
1960	131.26	117.20	1.1200
1965	144.07	122.68	1.1744
1970	166.22	140.30	1.1847
1971	172.42	147.82	1.1664
1972	177.29	156.56	1.1324
1973	205.16	180.63	1.1358
1974	251.28	220.30	1.1406
1975	277.71	233.17	1.1910
1976 Agos.	338.43	249.40	1.3569
Sept.	224.42	251.62	0.8911
Oct.	234.41	252.00	0.9302
Nov.	216.22	252.32	0.8603
Dic.	274.74	254.03	1.0815
1977 Ene.	271.67	255.06	1.0651
Feb.	256.13	257.92	0.9931
Mar.	259.60	260.87	0.9951
Abr.	267.70	264.30	1.0129
May.	272.07	265.17	1.0260
Jun.	272.92	265.14	1.0293
Jul.	274.62	265.50	1.0344
Agos.	282.85	265.07	1.0671
Sept.	285.31	266.57	1.0703
Oct.	286.05	268.87	1.0639
Nov.	286.37	270.13	1.0901
Dic.	289.20	273.05	1.0591
1978 Ene.	292.62	274.41	1.0664

CUADRO A-2
 Indices de Precios al Mayoreo 1960 = 100
 (1950 – 1978)

Año	México	Mundial	México Mundial
1950	76.18	85.32	0.8929
1953	96.05	93.28	1.0297
1954	80.16	94.15	0.8514
1955	82.61	94.24	0.8766
1956	86.47	97.35	0.8882
1960	100.00	100.00	1.0000
1965	109.76	104.68	1.0485
1970	126.63	119.71	1.0578
1971	131.36	126.13	1.0415
1972	135.07	133.58	1.0112
1973	156.30	154.12	1.0141
1974	191.44	187.97	1.0185
1975	211.57	198.95	1.0634
1976 Agos.	257.81	212.84	1.2112
Sept.	170.84	214.67	0.7956
Oct.	178.65	215.02	0.8306
Nov.	164.72	214.40	0.7681
Dic.	209.33	216.76	0.9656
1977 Ene.	206.96	217.64	0.9511
Feb.	195.12	220.08	0.8865
Mar.	197.76	222.60	0.8886
Abr.	203.94	225.53	0.9041
May.	207.26	226.27	0.9162
Jun.	207.91	226.24	0.9189
Jul.	209.20	226.55	0.9234
Agos.	215.48	226.18	0.9527
Sept.	217.34	227.46	0.9555
Oct.	217.91	229.43	0.9498
Nov.	218.15	230.50	0.9464
Dic.	220.31	232.90	0.9456

ANEXO B

En este anexo intentamos analizar la naturaleza estabilizadora o desestabilizadora de los flujos de capital de corto plazo durante el período en que se permitió flotar el tipo de cambio. La validez de nuestros resultados es limitada por dos razones: en primer lugar, por que no existen datos acerca de los flujos especulativos de capital de corto plazo, de manera que fue necesario depender de dos métodos indirectos de estimación. En segundo lugar, el período considerado es relativamente corto: de agosto de 1976 a diciembre de 1977; esto es, 17 observaciones mensuales.

Se estimó primero la siguiente ecuación:

$$EYO_t = f(TC_t, TC_{t-1}, TC_{t-2}).$$

donde:

EYO = errores y omisiones como variables proxy de los flujos especulativos.

TC_t = promedio mensual del tipo de cambio (peso - dólar).

La razón por la cual se consideró al tipo de cambio como variable dependiente –y por tanto la relación de causalidad implícita- es que el Banco de México participa activamente en el mercado de cambios. Se estimaron cuatro formas diferentes de la ecuación general. Se utilizó el ajuste semilogarítmico para corregir la escala de la variable dependiente, mientras que la logarítmica nos da una idea de la elasticidad.

$$1) \log(EYO)_t = 13.14 - 0.4009 TC_t + 0.0430 TC_{t-1} + 0.0763 TC_{t-2}$$

(4.85) (4.23) (0.49) (1.91)

$$R^2 = .582 \qquad D-W = 1.66 \qquad F = 6.76$$

$$2) \log EYO = 29.7 - 9.04 \log TC_t + .27 \log TC_{t-1} + 1.39 \log TC_{t-2}$$

(5.32) (4.37) (.30) (1.97)

$$R^2 = .618 \qquad D-W = 1.58 \qquad F = 6.48$$

Nota: Los valores entre paréntesis corresponden a los estadísticos t.

$$3) EYO = -12.28 - 32.08 \Delta \% TC$$

(-0.13) (-2.28)

$$R^2 = .286 \quad D-W = 1.74 \quad F = 5.22$$

$$4) \log(EYO) = 6.809 - 0.0500 \Delta \% TC$$

$$(65.53) \quad (-3.26)$$

$$R^2 = .449 \quad D.W = 1.84 \quad F = 10.59$$

En general, las propiedades estadísticas de las estimaciones son aceptables excepto para el valor del primer rezago de las ecuaciones uno y dos. Existe una fuerte respuesta negativa de flujos de capital de corto plazo en el mismo período y en la misma dirección que los movimientos en el tipo de cambio, lo cual sugiere que estos flujos son desestabilizadores en el corto plazo.

Una segunda estimación se llevó a cabo utilizando una variable diferente como proxy para los flujos de capital especulativos. Las cifras mensuales de las transacciones de cuenta corriente en la balanza de pagos se dedujeron de las compras netas promedio de divisas realizadas por el sector privado. La cifra resultante (FO en las ecuaciones 5 y 6) debe reflejar los flujos de capital de corto plazo bajo el supuesto de que los rezagos y adelantos de los pagos en cuenta corriente se distribuyen uniformemente a través de los años; esto es, que dichos rezagos y adelantos no presentan variaciones estacionales. Sin embargo, sólo existen datos de las transacciones con divisas del sector privado para 1977 y el primer trimestre de 1978.

$$5) FO_t = 609.3 - 983.0 TC_t + 1084.0 TC_{t-1} - 127.5 TC_{t-2}$$

$$(0.18) \quad (-5.09) \quad (5.14) \quad (3.93)$$

$$R^2 = .847 \quad D - W = 2.38 \quad F = 11.04$$

$$6) FO_t = -3.552 - 219.9 \Delta \% (TC)_t + 27.18 \Delta \% 8TC) T-1$$

$$(-0.27) \quad (-5.89) \quad (4.57)$$

$$R^2 = .847 \quad D - W = 2.37 \quad F = 19.39$$

Nuevamente, los resultados son estadísticamente aceptables a pesar del menor número de observaciones y son consistentes con la estimación previa. La suma de los coeficientes indica un efecto negativo sobre las compras netas de divisas; también existe un fuerte efecto en el período correcto.

Puede notarse en la Figura B-1 que tanto los errores y omisiones como el tipo de cambio muestran fuertes fluctuaciones durante el período agosto de 1976-febrero de 1977, que corresponde a la época en que la intervención del Banco de México en el mercado de divisas fue menos intensa con la esperanza de que el tipo de cambio encontraría su nivel de equilibrio. Comenzando en febrero, el Banco de México permitió cada vez menos fluctuaciones en la tasa peso/dólar y el movimiento en errores y omisiones se suavizó considerablemente. En términos de nuestra primera estimación, esto sugiere desviaciones heteroscedáticas. Una prueba paramétrica simple desarrollada por Goldfeld y Quant (1965) consistente en ajustar regresiones OLS separadas a las primeras m-c observaciones y a las últimas n-c observaciones (donde c es la observación central que será omitida) y evaluar la razón de la suma del cuadrado de los residuos (que, bajo el supuesto homoscedasticidad tendrá una distribución $F(m-c-k, n-c-k)$ se aplicó a las primeras cuatro regresiones). En base a esta prueba se rechazó la hipótesis de homoscedasticidad a un nivel de confianza de 95%, lo cual confirma nuestra discusión previa del efecto estabilizador de la intervención del Banco Central.

FIGURA B-1

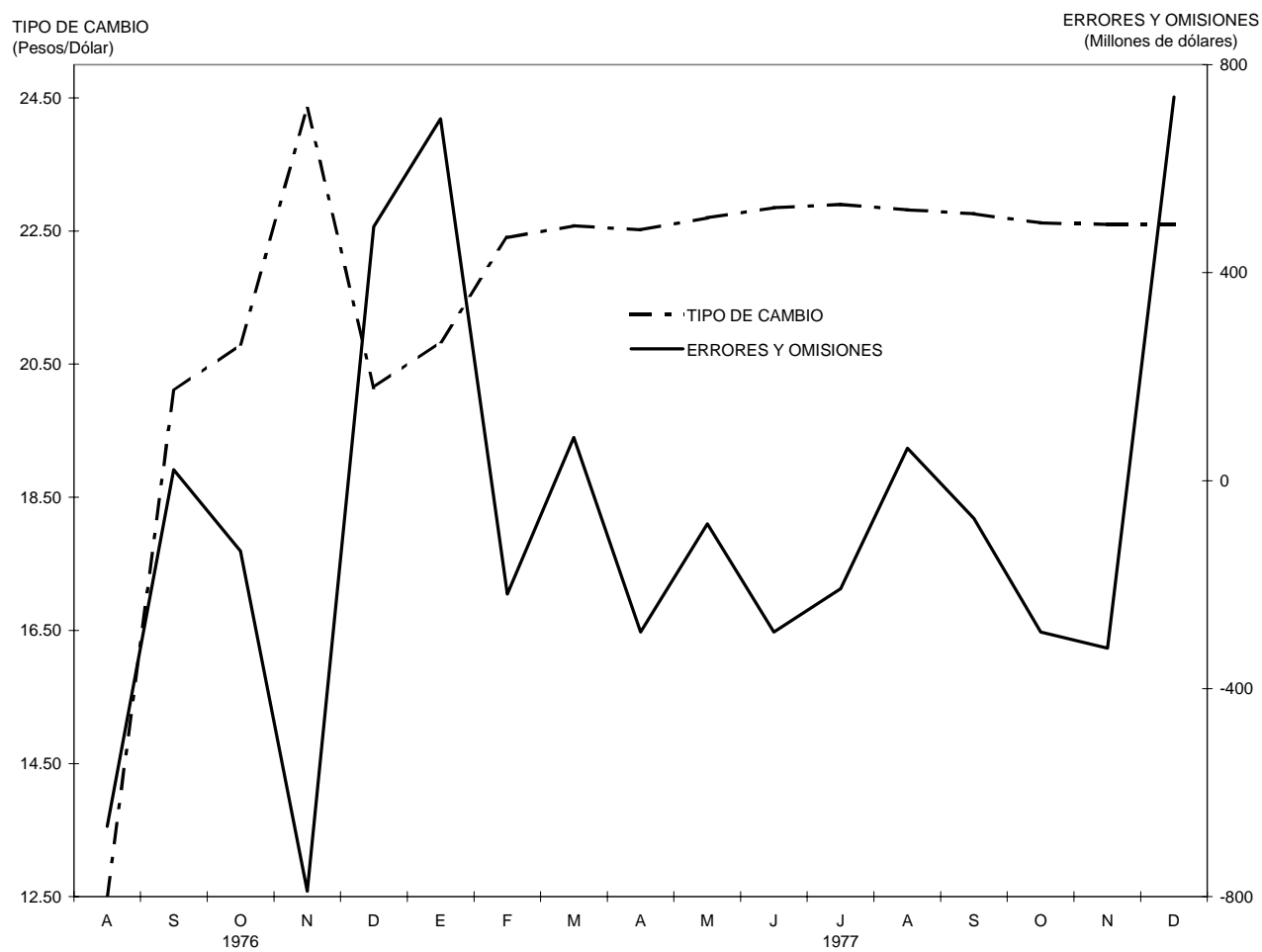
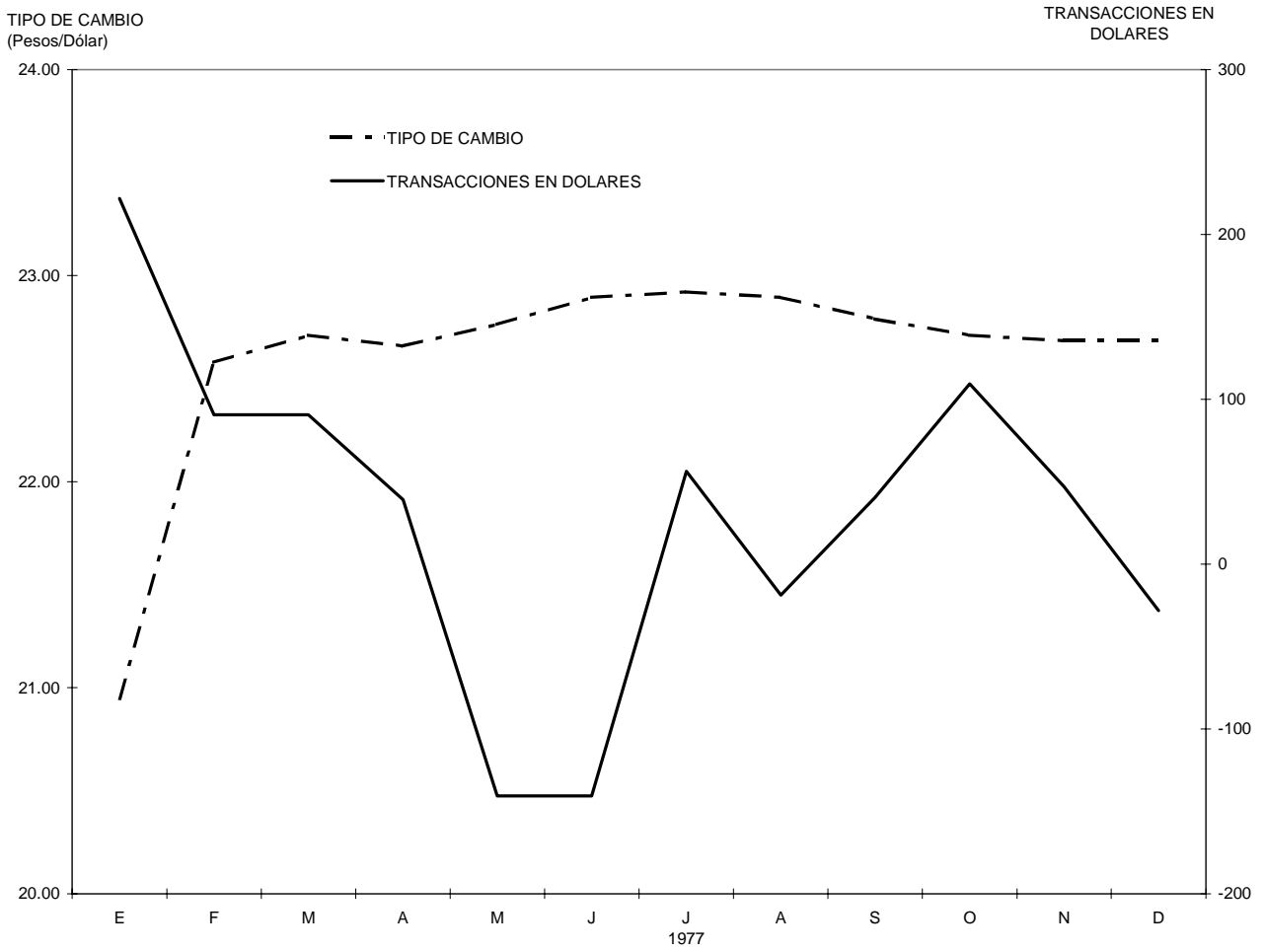
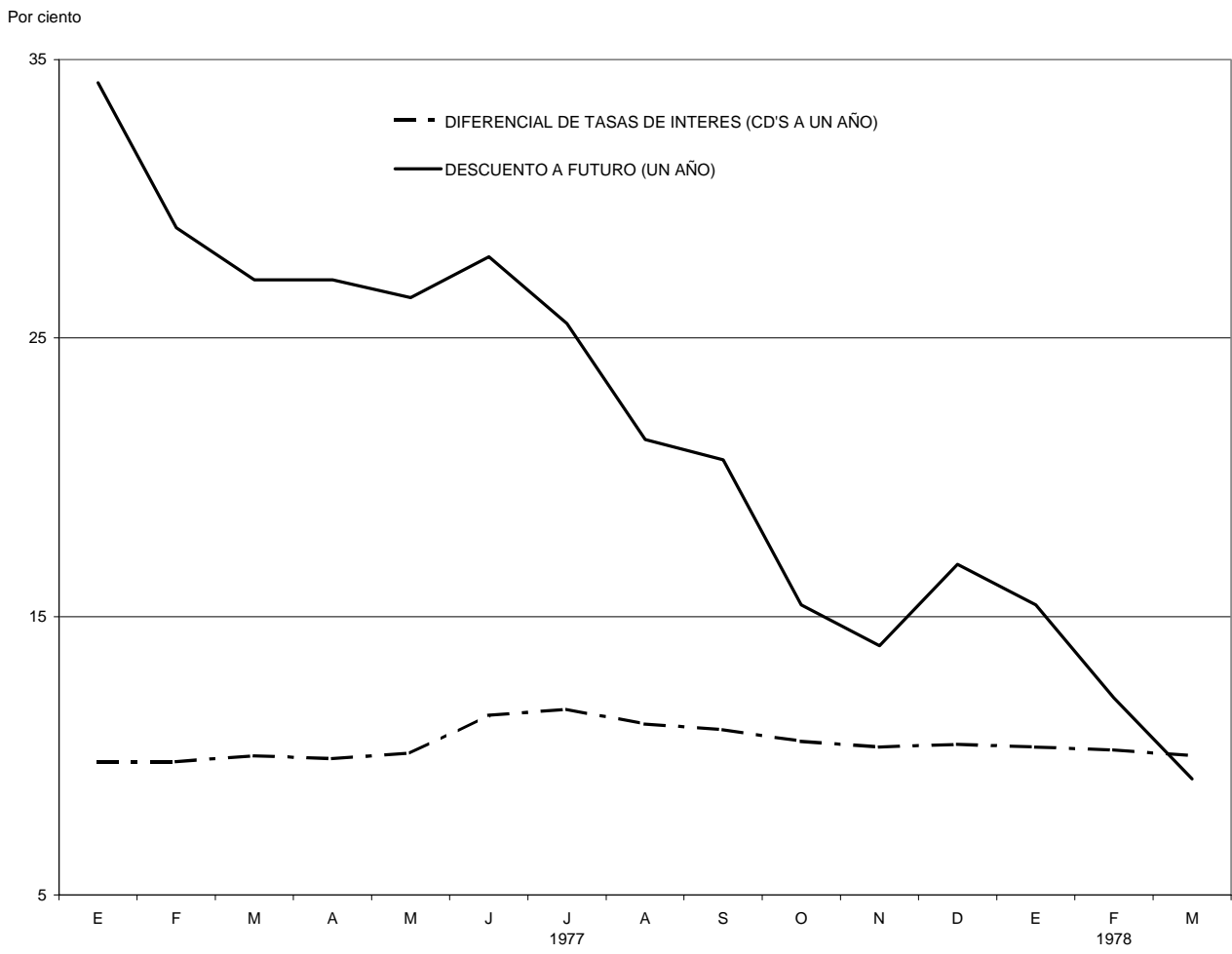


FIGURA B-2



GRAFICA 1
El Mercado a Futuros del Peso



Cuadro 1
Indices Monetarios y Financieros 1950 – 1977

	Monedas y Billetes Depósitos Cta. Corr. (1)	Velocidad PNB/M ₁ (2)	M ₃ /PNB (3)	(a) <i>i</i> _p	(b) Π ₁ / (4)	© Ip - Π	Tipo de Cambio (5)	Indice del Tipo de Cambio Real (1960= 100) (6)
195	0.9480	8.5	.25	8.0	24.0	-16.0	8.65	151.2
51	1.0343	8.2	.22	8.0	3.7	4.3	8.65	125.6
52	1.0639	8.9	.22	8.0	-3.1	4.9	8.65	116.0
53	1.0196	8.0	.25	8.0	9.3	-1.3	8.65	122.4
54	1.1347	8.5	.25	8.0	13.6	-5.6	12.50	152.0
55	0.9358	8.9	.24	8.0	4.6	3.4	"	134.4
56	0.9624	8.9	.24	8.0	4.2	3.8	"	124.0
57	0.9521	8.9	.23	8.2	4.4	3.8	"	116.0
58	0.9769	9.2	.23	8.2	1.2	7.0	"	108.8
59	0.8908	8.8	.25	8.2	4.9	3.3	"	105.6
196	0.8710	8.6	.28	8.2	3.4	4.8	"	100.0
61	0.8502	8.9	.30	8.4	2.9	5.5	"	9.8
62	0.8216	8.6	.33	8.6	3.0	5.6	"	93.6
63	0.7650	8.2	.35	9.0	5.6	3.4	"	91.2
64	0.7586	8.3	.38	9.0	2.3	6.7	"	86.4
65	0.7352	8.5	.40	9.0	3.9	5.1	"	84.0
66	0.7128	8.5	.43	9.0	2.9	6.1	"	80.8
67	0.7146	8.6	.44	9.0	2.3	6.7	"	78.4
68	0.7151	8.4	.47	9.0	3.9	5.1	"	76.8
69	0.6992	8.4	.50	9.3	4.1	4.8	"	74.4
197	0.6978	8.5	.51	9.3	4.4	4.9	"	71.2
71	0.6987	8.5	.52	9.0	3.7	5.3	"	68.0
72	0.7107	7.9	.53	9.0	2.8	6.2	"	64.0
73	0.7479	7.8	.52	10.2	15.7	-5.5	"	56.8
74	0.7791	8.4	.48	10.2	22.5	-12.2	"	46.4
75	0.7918	8.4	.47	12.5	10.5	-0.5	15.445/	39.2
76	1.0660	7.9	.46	12.5	45.9	-15.9	19.953/	52.0
77	0.8198	8.4	.46 ^{2/}	15.5	18.1	-2.6	22.584/	44.8

Notas:

1/ *i*_p es el rendimiento de los bonos financieros, y Π es el índice de precios al mayoreo.

2/ Excluyendo obligaciones en dólares revaluados.

3/ Diciembre 1976.

4/ Promedio Anual.

FUENTE:

Banco de México, S. A.: Estadísticas Financieras (1970) e Informes Anuales.

Brothers, D. And Solís L. (1966).

Cuadro 2
Estructura de Pasivos del Sector Financiero
(Porcentajes)

	Pasivos Monetarios	Pasivos No Monetarios	Pasivos en Moneda Extranjera
Promedio del Período (1956-1970)	36.2	40.5	23.3
Subperíodos(promedio anuales)			
56-59	48.3	26.6	25.1
60-62	40.2	323.1	27.7
63-65	35.6	42.1	22.3
66-68	30.8	47.1	22.1
69-70	26.1	54.5	19.4
Promedio del Período (1970-1977)	24.3	55.2	20.5
1970	23.9	58.9	17.1
1971	23.5	60.5	16.9
1972	23.6	60.8	15.6
1973	24.8	56.3	18.9
1974	25.1	54.3	20.5
1975	24.2	53.7	22.1
1976	25.3	42.3	32.4
1977	22.1	37.0	40.9

FUENTE: Banco de México. Indicadores Económicos.

Cuadro 2a
Estructura de Pasivos del Sector Financiero
(Porcentajes)

	Pasivos Monetarios	Pasivos No Monetarios	Pasivos en Moneda Extranjera
1976			
Sept.	19.1	42.6	38.3
Oct.	17.6	37.4	45.0
Nov.	19.8	37.4	42.8
Dic.	22.6	37.7	39.7
1977			
Enero	20.2	36.9	42.9
Feb.	19.9	36.9	43.2
Marzo	19.5	37.4	43.2
Abril	19.3	37.1	43.6
Mayo	19.1	36.2	44.7
Jun.	18.6	36.5	45.0
Jul.	18.5	36.6	44.9
Agosto	18.3	37.0	44.7
Sept.	18.2	37.0	44.8
Oct.	18.9	36.8	44.3
Nov.	19.4	37.0	43.6
Dic.	22.0	37.0	41.0

FUENTE: Banco de México, S. A. Indicadores Económicos.

Cuadro 3
Finanzas del Gobierno

	Proporción de la Deuda Financiera por el Banco de México	Crédito al Gobierno extendido por Instituciones Privadas con proporción al Total
1940-1949	.723	.051
1950-1952	.736	.056
1953-1955	.731	.067
1956-1958	.458	.116
1959-1961	.322	.171
1962-1970	.297	.237

FUENTE: BANCO DE MEXICO, S.A. Manual de Estadísticas Financieras

Cuadro 4
Indicadores Financieros 1956-1970

	Producto Real (1)	Nivel de Precios (2)	Reservas Internacionales Nominales (3)	Crédito Real otorgado al Sector Financiero (4)	Oferta Monetaria Nominal. (5)	Tipo de Cambio (6)
TASAS DE CRECIMIENTO						
Promedio del Período	6.5	2.9	7.6	13.8	10.7	
Subperíodos Promedio Anuales						
56-59	5.6	3.6	4.1	11.4	10.11	12.50
60-62	5.8	2.6	-2.4	16.5	9.6	“
63-65	8.7	2.2	12.9	15.3	13.4	“
66-68	7.1	2.0	9.3	14.4	10.7	“
69-70	5.5	4.1	15.3	12.2	9.9	“

FUENTE: Banco de México, S. A. Reportes Anuales.

Cuadro 4^a
Indicadores Económicos (1970-1977)

	Producto Real	Indice de Precios al Mayoreo	Indice de Precios al Consumidor	Reservas Internacionales Nominales	Crédito Real Otorgado por el Sector Financiero. (Pesos) (Moneda Extranjera)		Oferta Monetaria Nominal	Tipo de Cambio Promedio
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1971	3.4	3.7	5.4	24.1	10.7	2.8	8.3	12.49
1972	7.3	2.8	5.0	25.9	15.2	1.6	21.2	12.49
1973	7.6	15.7	12.0	9.5	1.0	15.9	24.1	12.49
1974	5.9	22.5	23.7	2.6	-2.1	23.2	22.0	12.49
1975	4.1	10.5	15.0	11.4	17.3	16.7	21.3	12.49
1976 ^{1/}	2.1	45.9	27.2	-46.7	-32.5	29.5	30.9	15.44
Sept.		6.2	1.8		-3.5	-3.3	6.4	20.04
Oct.		8.4	4.5		-7.0	-10.2	3.2	20.76
Nov.		8.2	5.2		-10.9	3.5	10.2	24.38
Dic.		5.3	2.3		-1.7	-2.7	12.8	20.20
1977	2.8	18.1	20.7	n.s.	5.2	3.9	26.2	22.58
Enero		2.3	2.6		-2.3	-2.0	-6.7	20.90
Feb.		1.7	2.5		-0.2	-1.6	1.2	22.55
Marzo		1.9	1.5		0.1	-1.7	-1.2	22.67
Abril		2.9	1.0		-2.5	-0.6	0.2	22.62
Mayo		2.2	0.9		-0.9	-0.2	0.5	22.74
Jun.		1.0	4.1		0.6	1.3	0.2	22.89
Jul.		0.7	1.0		0.6	1.1	0.5	22.90
Agosto		2.8	2.4		-1.1	-1.4	0.6	22.86
Sept.		0.5	1.6		-0.3	5.4	1.3	22.78
Oct.		-0.2	1.3		2.8	3.1	5.7	22.67
Nov.		0.0	1.4		2.1	0.1	4.9	22.65
Dic.		1.0	0.8		5.5	-0.2	18.1	22.67

Notas:

^{1/} Promedio Anual.

n.s. No significativo.

FUENTE: Banco de México, S.A.

Cuadro 5
Resumen de la Balanza de Pagos 1956 – 1977

	Balanza de Bienes y Servicios	Balanza de Mercancías	Balanza de Servicios	Errores y Omisiones	Capital a Largo Plazo	Cambio en Reservas	Deuda Pública Externa	Deuda Externa PIB
1956	- 93.9	- 264.4	170.5	34.5	120.6	61.2	442.8	5.71
1957	- 163.6	- 449.1	185.5	87.3	162.8	- 13.5	513.1	5.76
1958	- 241.9	- 419.5	177.6	- 1.8	166.4	- 77.2	602.7	6.08
1959	- 130.5	- 283.6	153.1	61.0	125.5	56.0	649.1	6.12
1960	- 300.5	- 447.7	147.2	182.5	109.5	- 8.6	813.4	6.75
1961	- 195.4	- 335.1	139.7	- 86.4	260.3	- 21.5	983.5	7.53
1962	- 120.2	- 243.5	123.3	- 87.6	224.7	16.9	1 126.6	8.00
1963	- 170.0	- 303.8	133.8	14.3	265.4	109.7	1 315.4	8.39
1964	- 351.9	- 470.6	118.7	- 78.8	462.3	31.6	1 723.5	9.31
1965	- 314.5	- 445.7	131.2	182.5	111.1	- 21.0	1 808.4	8.97
1966	- 296.1	- 442.4	146.3	89.0	213.2	6.1	1 886.9	8.42
1967	- 506.3	- 644.5	138.2	200.1	346.0	39.8	2 804.3	11.44
1968	- 632.2	- 779.4	147.2	302.2	379.0	49.0	3 236.4	11.93
1969	- 472.7	- 693.0	220.3	- 172.2	692.9	47.9	3 711.8	12.38
1970	- 945.9	-1 045.5	99.6	498.8	503.9	102.1	4 200.8	12.54
1971	- 726.4	- 890.6	164.2	217.7	669.1	200.0	4 599.0	12.71
1972	- 761.5	-1 052.6	291.1	233.3	753.6	264.7	4 750.7	11.59
1973	-1 175.4	-1 742.9	567.5	- 378.4	1 676.1	122.3	6 728.9	13.58
1974	-2 558.1	-3 206.7	648.6	- 135.8	2 730.8	36.9	10 262.3	15.76
1975	-3 692.9	-3 719.2	26.3	- 460.0	4 318.0	165.1	14 448.1	18.04
1976	-3 044.3	-2 713.8	- 330.5	-1 983.2	4 694.8	- 333.1	19 788.3	32.74
1977 1/	-1 779.7	-1 394.6	- 385.6	-1 737.1	3 987.4	470.7	22 912.1	36.10

Notas:

1/ Estimaciones Preliminares.

2/ La cuenta de “capital a largo plazo” incluye inversión extranjera directa, endeudamiento del sector público (y parte del privado), emisiones de bonos gubernamentales en el exterior y otras transacciones semejantes. Los movimientos de capital a corto plazo

3/ Incluye deuda a corto plazo desde 1967.

FUENTE: Banco de México, S.A.

Cuadro 6
Ingresos y Gastos del Gobierno Federal como Proporción del PIB

	Ingresos Federales Totales	Gastos Federales Totales	Déficit como Porcentaje del PIB
1965	7.97	11.21	3.21
1966	7.77	9.41	1.64
1967	7.43	9.15	1.72
1968	8.06	9.61	1.54
1969	8.06	10.54	2.48
1970	8.09	9.60	1.51
1965/1970	7.90	9.92	2.02
1971	8.02	9.07	1.05
1972	8.26	11.53	3.26
1973	8.69	13.11	4.42
1974	8.97	12.81	3.84
1975	10.37	14.60	4.23
1976	11.11	15.69	4.58
1977	11.83	15.21	3.38
1971/1977	9.61	13.15	3.54

FUENTE: Banco de México, S. A.

Cuadro 7

Tasas de Crecimiento Real de algunos Pasivos No Monetarios de la Banca Privada

Año	Cuenta de Ahorros	Bonos y Certificados Financieros
1965	12.6	26.2
1966	13.7	36.7
1967	9.2	34.2
1968	13.5	17.8
1969	10.2	27.2
1970	10.1	24.2
	11.9	27.2
1971	10.1	14.2
1972	14.4	7.4
1973	6.1	-10.2
1974	-0.1	-5.9
1975	7.1	17.5
1976	-16.7	-47.1
1977	-0.6	-57.0
	2.9	-11.6

FUENTE: Banco de México, S.A. Indicadores Económicos.

Cuadro 8
Circulación de Valores de Renta Fija en Moneda Nacional

	Bonos Financieros de Sociedades Privadas	Bonos Financieros de NAFINSA	Bonos Hipotecarios
1966	46.2	5.6	17.1
1967	34.9	29.8	8.7
1968	21.2	19.5	4.9
1969	10.7	3.3	1.2
1970	24.5	- 9.0	11.0
Período (en términos nominales)	27.6	9.8	8.58
Promedio (en términos reales)	24.7	6.9	5.67
1971	23.5	23.4	.06
1972	18.3	- 13.2	- 25.2
1973	9.1	- 11.6	20.9
1974	6.3	8.9	- 14.9
1975	24.0	35.2	- 4.8
1976	- 25.73	-23.66	- 22.26
1977	- 15.27		- 15.27
Promedio del Período (en términos nominales)	5.74	0.21	- 8.8
Promedio del Período (en términos reales)	-3.6	- 12.61	- 20.58

FUENTE: Banco de México, S. A. Indicadores Económicos.

Cuadro 9
Denominación del Crédito y de los Ahorros Financieros
(Porcentajes)

	Crédito Otorgado por el sistema financiero		Recursos no monetarios captados por el sistema financiero	
	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares
1970	86.6	13.4	77.4	22.6
71	87.4	12.6	78.0	22.0
72	88.7	11.3	79.5	20.5
73	87.5	12.5	74.8	25.2
74	85.2	14.8	72.1	27.9
75	85.3	14.7	70.6	29.4
1976	70.1	29.9	58.3	41.7
Sept.	72.3	27.7	63.5	36.5
Oct.	67.7	32.3	62.2	37.8
Nov.	67.8	32.2	58.9	41.1
Dic.	70.1	29.9	58.3	41.7
1977				
Enero	68.0	32.0	58.3	41.7
Feb.	67.7	32.3	58.8	41.2
Marzo	68.0	32.0	58.5	41.5
Abril	67.6	32.4	57.7	42.3
Mayo	67.2	32.8	56.5	43.5
Jun.	66.9	33.1	56.1	43.9
Jul.	67.0	33.0	55.8	44.2
Agos.	67.0	33.0	55.9	44.1
Sept.	65.6	34.4	55.7	44.3
Oct.	65.9	34.1	55.5	44.5
Nov.	66.4	33.6	56.1	43.9
Dic.	67.9	32.1	57.9	42.1

FUENTE: Banco de México, S. A.

Cuadro 10
Mercado a Futuros del Peso

	Pesos/Dólar			Tasa de Interés en Certificados de Depósito a un año.			Desviación del T.P.T.I.
	Futuro (12 meses)	Spot	Descuento (% de tasa spot)	N.Y.	México	Diferencia	
1977 Ene.	27.69	20.61	34.4	5.19	15.17	9.98	24.42
Feb.	29.00	22.49	28.9	5.31	15.17	9.86	19.04
Mar.	28.82	22.67	27.1	5.18	15.17	9.99	17.11
Abr.	28.80	22.64	27.2	5.21	15.17	9.96	17.24
May.	28.80	22.76	26.5	5.66	15.76	10.10	16.40
Jun.	29.37	22.92	28.1	5.80	17.52	11.72	16.38
Jul.	28.83	22.95	25.6	5.82	17.52	11.70	13.90
Agos.	27.78	22.91	21.3	6.20	17.52	11.32	9.98
Sept.	27.55	22.83	20.7	6.38	17.52	11.14	9.56
Oct.	26.22	22.68	15.6	6.89	17.52	10.63	4.97
Nov.	25.82	22.66	13.9	6.99	17.52	10.53	3.37
Dic.	26.55	22.67	17.1	7.03	17.52	10.49	6.61
1978 Ene.	26.26	22.74	15.5	7.22	17.52	10.30	5.20
Feb.	25.42	22.73	11.8	7.31	17.52	10.21	1.59
Mar.	24.85	22.74	9.3	7.30	17.52	10.22	-0.92

FUENTE: Federal Reserva Bank of New York.

BIBLIOGRAFIA

- Anderson, C. W. (1968), "Bankers as Revolutionaries", en W. Blade y C. Anderson, eds., The Political Economy of México, Madison, The University of Wisconsin Press.
- Bacha, E. (1978), "Notes on the Brazilian Experience with Minidevaluations, 1968-1976". Documento presentado en el Seminario Developing Countries and the International Financial System, Bridgetown, Barbados, Enero 12-15, 1978.
- Benett, R.L. (1965), The Financial Sector and Economic Development, The Mexican Case. Baltimore, The Johns Hopkins Press.
- Branson, W.H. (1969), "The Minimum Covered Interest Differential Needed for International Arbitrage Activity", Journal of Political Economy, Nov-Dic.
- Brothers, D. y Solís L. (1966), Mexican Financial Development, Austin, University of Texas Press.
- Bruno, M. Y Sussman, Z. (1978), "Exchange Rate Flexibility Inflation and Structural Change: Israel under Alternative Regimes". Documento presentado en el Seminario Developing Countries and the International Financial System, Bridgetown, Barbados, Enero 12-15, 1978.
- Díaz-Alejandro, C.F. (1966), Currency Devaluation in a Semi-Industrialized Country, Cambridge: MIT Press.
- Frenkel, J. Y Levich, R. (1975), "Covered Interest Arbitrage: Unexpected Profit Opportunities", Journal of Political Economy, Abril.
- Goldfeld, S.M., y Quandt, R.E. (1965), "Some Tests for Homoscedasticity", Journal of the American Statistical Association.
- Goldsmith, R. (1968), The Financial Development of Mexico, Paris, OECD.

Koehler, J. (1968), Information and Policymaking: Mexico, Ph. D. dissertation, Yale University.

Krugman, P. (1976), The Deflationary Effects of Devaluation, Documento inédito, MIT.

Lucas, R. (1973), “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs”, American Economic Review, Junio.

McKinnon, R. (1963), “Optimum Currency Areas”, American Economic Review, Septiembre.

McKinnon, R. Ed. (1976), Money and Finance in Economic Growth and Development. New York, Marcel Dekker, Inc.

Moore, E.O., (1963), Evolución de las Instituciones Financieras en México, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.